

银行

2023年07月24日

业绩曙光渐进，看好优质区域行韧性

——2023上市银行中报前瞻

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

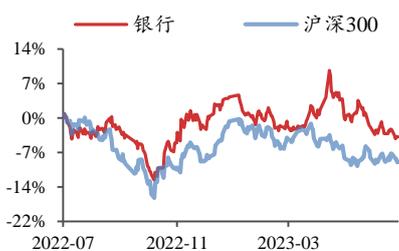
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《聚焦：解析存量房贷利率下降的影响——国新办2023年上半年金融数据发布会点评》-2023.7.16

《信贷边际回暖，优质银行修复可期——行业点评报告》-2023.7.12

《资本管理视角理解我国银行“特色估值”——行业深度报告》-2023.7.5

● 景气度边际回升，区域行业绩或更亮眼

业绩有望筑底回升，我们预计2023H1净息、其他非息为主要支撑，拨备拖累减小。预计国有行/股份行/城商行/农商行营收分别同比增长1.3%/1.3%/5.7%/4.9%，上市银行整体同比增长1.7%；净利润增速分别为4.1%/2.6%/12.3%/10.5%，上市银行整体同比增长4.6%。其中，营收和净利润增速均为城农商行表现更优，主要由于部分区域经济复苏较快，信贷景气度率先恢复，叠加下沉力度较大，净息差仍有一定优势；金市交易能力强、拨备安全垫较厚，盈利有望率先迎复苏拐点。

● 息差降幅收窄，中收略承压、投资收益或表现较好

(1) **净利息收入**：存贷利率双降，重定价“负缺口”银行或受益。上半年政策驱动下，国有行、部分城商行资产获取能力较强，我们预计国有行/股份行/城商行/农商行生息资产平均余额yoy分别为12.0%/7.0%/11.2%/9.0%，上市行整体为10.7%。存贷利率双降，对上市行2023年净息差整体拖累约0.2BP，城农商行的净息差或受益于存贷重定价“负缺口”、存款挂牌利率较大幅度下调等因素。净利息收入方面，预计2023H1国有行/股份行/城商行/农商行同比分别增长1.8%/1.5%/8.4%/5.6%，上市行整体同比增长2.3%。

(2) **非利息收入**：居民风险偏好仍低，理财、基金代销掣肘，代理收入的贡献度或降低，我们预计2023H1国有行/股份行/城商行/农商行中收yoy分别为-1.7%/-0.1%/-1.4%/0.7%，上市行同比略下降（YoY-1.1%）；上半年债市行情驱动+2022年同期基数较高，预计2023H1上市行投资收益同比略上行（YoY+5.93%）。

● 不良率、关注率或边际略降，拨备覆盖率保持稳定

不良率、关注率或边际略降，拨备覆盖率保持稳定。随着经济持续复苏，我们预计上半年整体不良生成压力有所减轻，信用成本边际下降，拨备或对利润形成反哺。重点领域：(1) **平台类贷款**：2022年上市银行表内外城投敞口占总资产的19%，敞口较为有限。(2) **小微贷款**：延期还本付息政策延长至2023年6月30日，但中小企业复苏趋势仍不稳固，需关注小微贷款政策退出后风险滞后暴露的可能，或对公贷、经营贷资产质量小幅扰动。(3) **涉房贷款**：政策暖风频吹，不良生成压力减小，资产质量相对稳定。(4) **零售贷款**：消费贷需求较为疲弱，存量不良资产相对较少；疫情影响的减退有望减少信用卡的不良生成。

● 投资建议：基本面逻辑重回视野，看好优质区域的绩优城农商行

(1) 关注成长性强、区域优势大的城农商行，受益标的有江苏银行、宁波银行、苏州银行、常熟银行等；(2) 重视优质股份行的修复机会，地产风险持续出清、零售金融复苏带来的业绩转好，受益标的有招商银行、平安银行。(3) 高股息策略具备性价比，叠加“中特估”有望驱动国企背景的银行提升经营效率、推动业绩增长，估值与内在价值的偏离度有望缩窄，受益标的主要有工商银行、农业银行、邮储银行、中信银行等。

● **风险提示**：经济复苏不及预期；监管环境趋严；银行转型进度不及预期等。

目 录

1、景气度边际回升，区域行业绩或更亮眼.....	3
2、息差降幅收窄，中收略承压、投资收益或表现较好.....	4
2.1、净利息收入：存贷利率双降，部分银行受益.....	4
2.2、非利息收入：中收与投资收益表现分化.....	6
2.2.1、代销业务尚待回暖，中收小幅承压.....	6
2.2.2、债市行情驱动，全市投资或有亮点.....	6
3、资产质量保持平稳，拨备拖累有望减小.....	7
3.1、资产质量延续改善，拨备空间充足.....	7
3.2、重点领域担忧减退，小微和不良或改善.....	7
3.3、费用和所得税变化较小，影响有限.....	10
4、投资建议：基本面逻辑重回视野，聚焦绩优高景气.....	11
5、风险提示.....	11

图表目录

图 1：上市行 2023H1 营收 yoy 预计约为 1.7%	4
图 2：上市行 2023H1 净利润 yoy 预计约为 4.6%	4
图 3：2023 年前五月大行、城商行扩表速度领先.....	4
图 4：银行代销基金保有规模的市占率环比下降.....	6
图 5：2023Q2 理财产品存续规模边际回升（亿元）.....	6
图 6：银行逐渐发力低风险偏好的保险业务.....	6
图 7：2023Q2 国开债收益率持续下行（%）.....	7
图 8：上市银行整体不良率下行（%）.....	7
图 9：上市银行整体拨备覆盖率上行（%）.....	7
图 10：中小型企业 PMI 连续 3 个月低于荣枯线.....	9
图 11：按揭贷款不良率大部分低于 1%（2022）.....	9
图 12：各类型银行对公房地产贷款占比不断压降.....	9
图 13：上市行成本收入比预计同比保持稳定.....	11
图 14：上市行实际税率预计同比保持稳定.....	11
表 1：我们预计 2023H1 城农商行业绩增速较为亮眼.....	3
表 2：存贷款利率双降对 NIM 整体拖累较小（NIM 单位为 BP，存款成本和利息收入单位均为亿元）.....	5
表 3：上市银行近三年城投敞口基本可控（亿元）.....	8
表 4：区域行消费贷不良率有分化（%）.....	10
表 5：信用卡不良率仍处在高位（%）.....	10
表 6：受益标的盈利预测.....	11

1、景气度边际回升，区域行业绩或更亮眼

业绩有望筑底回升，我们预计 2023H1 净息、其他非息为主要支撑项，拨备的拖累减小。我们结合实体经济复苏节奏、财富管理市场景气度、债市和股市的表现等因素，作以下主要假设，以预测上半年上市银行业绩表现：

(1) **净息**：参考二季度社融和人民币贷款增速，我们预计 2023H1 国有行/股份行/城商行/农商行生息资产平均余额 yoy 分别为 12.0%/7.0%/11.2%/9.0%，净息差分别为 1.78%/1.95%/1.82%/1.98%，净利息收入 yoy 分别为 1.8%/1.5%/8.4%/5.6%，上市行整体为 2.3%。

(2) **非息**：二季度权益市场表现偏弱。代销理财或受上半年存款业绩考核的影响，对中收的贡献度或有减小；2023H1 银行代销基金市占率边际下降，因此我们认为 2023H1 上市行整体的中收同比略降 (YoY-1.1%)。

(3) **拨备**：随着疫情扰动减退，经济持续复苏，小微企业、个人信用卡等受影响较大的资产质量将有所改善。叠加上市行近年加大了拨备计提力度，拨备覆盖率多数处于历史较高水平，我们认为上市行整体当期计提拨备 (YoY-0.8%) 对利润的拖累将减小。

(4) **费用、所得税**：这两项对利润的影响相对较小，我们假设成本收入比、实际税率与 2022 年同期基本保持接近。

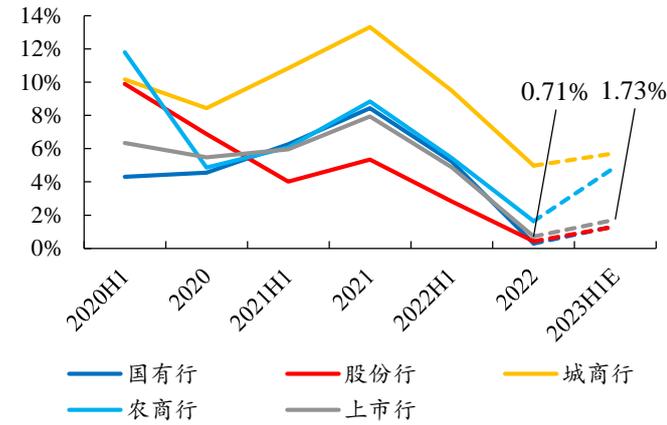
结合以上主要指标的预测，我们预计国有行/股份行/城商行/农商行营收分别同比增长 1.3%/1.3%/5.7%/4.9%，上市银行整体同比增长 1.7%；净利润增速分别为 4.1%/2.6%/12.3%/10.5%，上市银行整体同比增长 4.6%。营收和净利润增速均为城农商行表现更优：部分区域经济复苏较快，资产投放景气度率先恢复，叠加下沉力度较大，净息差仍有一定优势；金市交易能力较强，叠加拨备安全垫较厚，盈利有望率先迎来复苏拐点。

表1：我们预计 2023H1 城农商行业绩增速较为亮眼

核心指标预测	2023H1E (预测值)					2022H1				
	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行	国有行	股份行	城商行	农商行	上市银行
净息差	1.78%	1.95%	1.82%	1.98%	1.83%	1.96%	2.06%	1.87%	2.04%	1.98%
净利息收入 yoy	1.79%	1.46%	8.38%	5.62%	2.28%	6.00%	0.74%	5.73%	3.93%	4.54%
非利息收入 yoy	0.13%	1.03%	-0.62%	1.87%	0.37%	3.19%	7.44%	19.71%	12.31%	5.74%
中收 yoy	-1.68%	-0.12%	-1.39%	0.68%	-1.12%	1.18%	-0.94%	7.87%	-16.85%	0.66%
投资净收益 yoy	8.34%	3.25%	7.69%	1.88%	5.93%	-1.03%	50.47%	33.34%	29.97%	23.63%
营业收入 yoy	1.34%	1.32%	5.73%	4.90%	1.73%	5.22%	2.82%	9.50%	5.43%	4.88%
成本收入比	26.00%	25.50%	23.50%	28.00%	25.70%	25.45%	25.89%	23.96%	28.79%	25.51%
计提拨备 yoy	-1.67%	1.03%	-2.12%	-5.06%	-0.84%	3.34%	-5.27%	2.98%	-0.51%	0.14%
实际税率	14.00%	15.30%	12.00%	13.00%	14.12%	16.00%	15.28%	12.30%	11.95%	15.43%
净利润 yoy	4.14%	2.58%	12.34%	10.53%	4.60%	5.39%	8.58%	14.70%	14.20%	7.12%

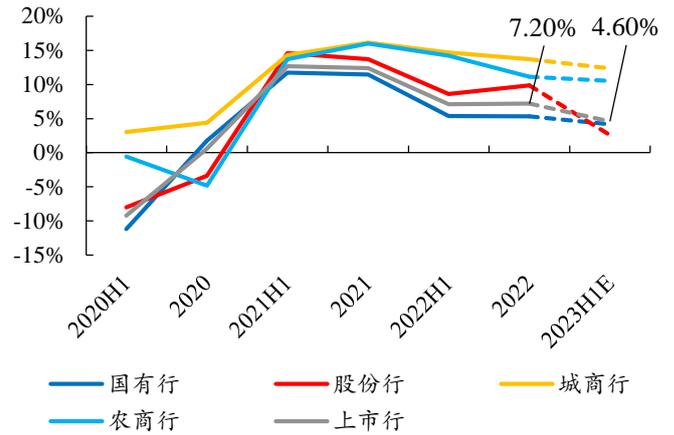
数据来源：Wind、各银行年报、开源证券研究所（注：“上市银行”包含 42 家，个别未披露的财务数据以估计值补足，估计方法为假设中报的同比增速与该指标的年报同比增速一致得到，下同）

图1：上市行 2023H1 营收 yoy 预计约为 1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上市行 2023H1 净利润 yoy 预计约为 4.6%



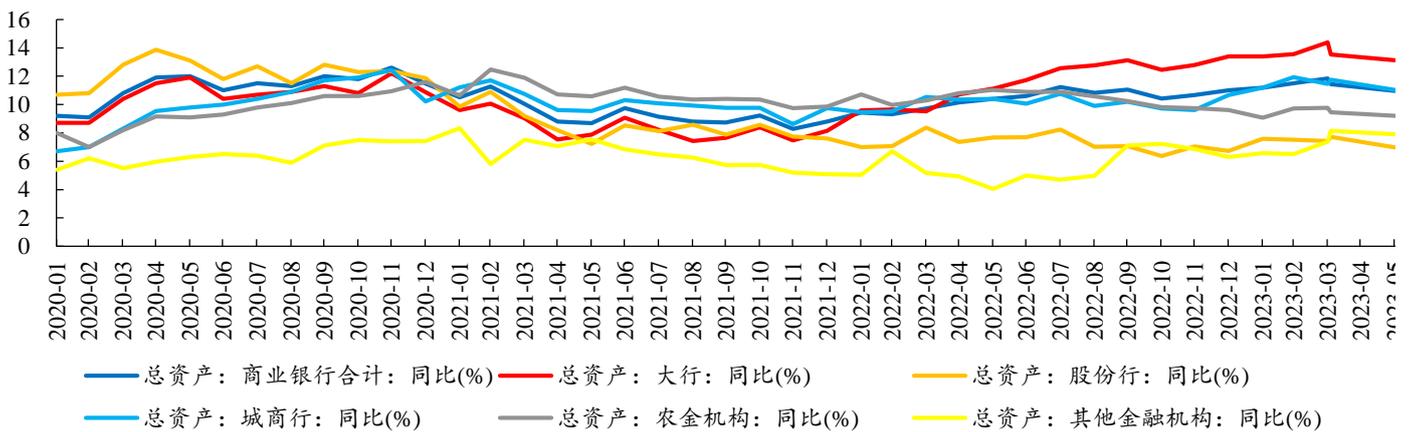
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、息差降幅收窄，中收略承压、投资收益或表现较好

2.1、净利息收入：存贷利率双降，部分银行受益

扩表速度环比放缓，上半年贷款投放较好的为国有行、城商行。2023 年信贷投放节奏整体前置，二季度信贷环比有所收缩，银行生息资产增速边际放缓。上半年信贷投放的主要领域为基建、制造业等，国有行和部分区域城商行资产获取能力较强，我们预计 2023H1 国有行/股份行/城商行/农商行生息资产平均余额 yoy 分别为 12.0%/7.0%/11.2%/9.0%，上市行整体为 10.7%。

图3：2023 年前五月大行、城商行扩表速度领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

存贷利率双降，对上市行 2023 年净息差整体拖累约 0.2BP，区域行更分化。基于存款挂牌利率更新情况，我们更新前期测算，评估 2023 年初以来(截至 2023-07-21)存款挂牌利率下降、LPR 降息带来的重定价影响。我们假设测算时点的存贷期限结构与 2022 年末一致：(1) 存款期限结构：定期存款为均匀分布，3M 内、3M-1Y 中 3M/6M/1Y/2Y/3Y/5Y 各占 17%；1-5Y 中 1Y/2Y/3Y/5Y 各占 25%；(2) 贷款期限结构：贷款为均为分布，3M-1Y 中 3M-6M、6M-1Y 分别占 33%、67%；1Y-5Y 中 1Y-1.5Y

占 12.5% (3) 生息资产平均余额：2022-2024 年末同比增速保持一致。我们测算得出，存贷利率双降对上市行 2023 年净息差整体拖累约 0.2BP，部分区域行由于存款挂牌利率下调幅度较大，对于息差的改善或超过降息带来的息差下行影响。

城农商行更有息差优势，受益于重定价负缺口、存款利率降幅较大等。多家城农商行重定价期限均为“负缺口”，在存贷利率双降背景下更有利，叠加多家城农商行存款挂牌利率下降幅度居前，存款成本减负效果明显，息差有望受益。综上，我们预计 2023H1 国有行/股份行/城商行/农商行净利息收入同比增速分别为 1.8%/1.5%/8.4%/5.6%，上市行整体为 2.3%；净息差分别为 1.78%/1.95%/1.82%/1.98%。

表2：存贷款利率双降对 NIM 整体拖累较小（NIM 单位为 BP，存款成本和利息收入单位均为亿元）

上市银行	存款重定价测算										贷款重定价测算						合计影响 NIM		
	2023 年初以来，存款挂牌利率累计降幅(BP)							2023E		2024E		LPR 降幅	2023E		2024E		2023E	2024E	
	活期	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	存款成本	NIM	存款成本	NIM	1Y、5Y(BP)	利息收入	NIM	利息收入	NIM			
国有行	工商	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-105	2.63	-43	0.98	-10	-127	-3.17	-92	-2.09	-0.54	-1.11
	建设	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-92	2.58	-34	0.86	-10	-127	-3.57	-69	-1.73	-0.99	-0.87
	农业	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-92	2.61	-32	0.80	-10	-108	-3.07	-70	-1.75	-0.46	-0.95
	中国	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-77	2.72	-29	0.93	-10	-103	-3.64	-59	-1.92	-0.92	-0.99
	交通	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-29	2.24	-12	0.85	-10	-39	-3.08	-24	-1.67	-0.84	-0.82
	邮储	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-50	3.71	-28	1.89	-10	-50	-3.70	-15	-1.03	0.01	0.86
股份行	招商	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-31	3.08	-7	0.64	-10	-32	-3.23	-21	-1.87	-0.16	-1.23
	兴业	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-18	2.05	-6	0.59	-10	-36	-4.13	-10	-1.06	-2.07	-0.47
	浦发	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-20	2.58	-6	0.76	-10	-26	-3.41	-13	-1.65	-0.83	-0.90
	中信	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-21	2.63	-6	0.73	-10	-32	-3.96	-12	-1.35	-1.33	-0.63
	民生	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-16	2.26	-6	0.86	-10	-22	-3.16	-12	-1.75	-0.90	-0.90
	平安	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-12	2.38	-5	0.84	-10	-18	-3.41	-11	-1.85	-1.04	-1.00
	光大	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-14	2.36	-6	0.98	-10	-29	-4.75	-5	-0.78	-2.39	0.20
	华夏	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-8	2.05	-4	0.96	-10	-14	-3.64	-6	-1.45	-1.59	-0.49
	浙商	-15	0	0	0	-20	-35	-45	-16	6.07	-7	2.18	-10	-5	-1.74	-4	-1.35	4.33	0.83
城商行	北京	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-7	2.37	-4	1.14	-10	-11	-3.53	-5	-1.46	-1.15	-0.31
	上海	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-5	1.84	-3	0.99	-10	-8	-2.75	-3	-1.01	-0.91	-0.02
	江苏	-10	-5	0	0	-10	-25	-25	-10	3.58	-5	1.50	-10	-9	-3.26	-4	-1.22	0.32	0.28
	宁波	-5	0	0	0	-10	-20	-20	-5	2.20	-3	0.88	-10	-4	-1.66	-4	-1.34	0.55	-0.45
	南京	-5	0	0	0	0	0	0	-1	0.86	0	0.00	-10	-5	-2.90	-3	-1.52	-2.05	-1.52
	杭州	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-4	2.19	-1	0.76	-10	-3	-1.73	-2	-1.24	0.46	-0.48
	长沙	-10	-20	-20	-15	-20	-20	-20	-4	5.40	-2	1.88	-10	-1	-1.72	-1	-1.33	3.68	0.55
	成都	0	0	0	0	-10	-15	-10	-1	0.73	-1	0.83	-10	-2	-2.51	-2	-1.42	-1.77	-0.59
	贵阳	-5	0	0	0	0	0	0	-1	1.07	0	0.00	-10	-1	-0.81	-1	-0.85	0.27	-0.85
	重庆	-5	-50	-50	-40	-50	-75	-90	-5	7.35	-5	6.64	-10	-1	-1.77	-1	-1.11	5.58	5.53
	郑州	-5	0	0	-10	-25	-35	-45	-3	4.45	-2	2.90	-10	-1	-1.97	-1	-1.89	2.48	1.01
	青岛	0	-3	-3	-10	-12	-45	-30	-1	2.30	-1	2.49	-10	-1	-2.32	-1	-1.88	-0.03	0.62
	苏州	-10	0	0	0	-10	-20	-20	-2	3.23	-1	1.12	-10	-1	-2.30	-1	-1.44	0.94	-0.32
	齐鲁	-5	0	0	-20	-20	-40	-45	-2	3.79	-2	3.03	-10	-1	-1.87	-1	-1.58	1.92	1.45
西安	0	0	0	0	0	0	0	0	0.00	0	0.00	-10	-1	-3.63	-1	-1.55	-3.63	-1.55	
厦门	0	-35	-35	0	-10	-25	-30	-1	3.69	-1	1.58	-10	-1	-2.78	-1	-1.19	0.91	0.38	
农商行	渝农	0	0	0	0	0	0	0	0.00	0	0.00	-10	-4	-2.67	-1	-0.95	-2.67	-0.95	
	沪农	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-3	2.58	-1	1.08	-10	-4	-2.92	-2	-1.65	-0.34	-0.57
	青农	-5	0	-2	-7	-27	-55	-35	-2	4.23	-2	4.06	-10	-1	-2.81	-1	-2.28	1.42	1.78
	常熟	-5	-3	-4	-10	-9	-30	-30	-1	4.19	-1	1.95	-10	-1	-2.50	-1	-1.76	1.69	0.18
	无锡	0	0	0	-5	-10	-25	-25	0	1.50	0	1.61	-10	-1	-2.04	0	-1.32	-0.54	0.29
	紫金	-5	-10	-5	-15	-22	-25	-30	-1	4.99	-1	2.79	-10	-1	-2.57	-1	-2.16	2.42	0.63
	苏农	-10	-3	-5	-5	-20	-30	-30	-1	4.56	0	1.17	-10	0	-2.02	0	-1.91	2.54	-0.74
	张家港	0	0	0	0	0	-15	-15	0	0.96	0	0.91	-10	0	-2.47	0	-1.50	-1.50	-0.59
	瑞丰	-15	-5	-5	-10	-10	-10	-30	-1	7.00	0	1.82	-10	0	-2.13	0	-2.37	4.87	-0.56
	江阴	-5	0	0	-5	-5	-5	-5	0	1.85	0	0.55	-10	0	-1.99	0	-1.95	-0.14	-1.40
国有行	-5	0	0	0	-10	-15	-15	-446	2.69	-119	0.65	-10	-555	-3.35	-329	-1.79	-0.66	-1.15	
股份行	-6	0	0	0	-11	-17	-18	-174	2.95	-38	0.60	-10	-213	-3.61	-93	-1.48	-0.66	-0.88	
城商行	-5	-7	-7	-6	-13	-23	-24	-60	2.99	-30	1.32	-10	-52	-2.55	-30	-1.33	0.43	-0.01	
农商行	-5	-2	-2	-6	-11	-21	-22	-14	3.06	-5	1.08	-10	-12	-2.62	-8	-1.55	0.44	-0.47	
上市银行	-5	-3	-3	-4	-12	-20	-21	-804	3.22	-265	0.97	-10	-832	-3.40	-460	-1.71	-0.18	-0.74	

数据来源：Wind、各银行官网、开源证券研究所（注：存款挂牌利率累计降幅统计区间为 2023-01-01 至 2023-07-21；因部分银行于 2023-07-01 至 2023-07-21 下调了存款挂牌利率，故测算结果与《存贷降息之际，再评估银行的“利率风险”》一文测算结果有差异）

2.2、非利息收入：中收与投资收益表现分化

2.2.1、代销业务尚待回暖，中收小幅承压

居民风险偏好仍低，理财、基金代销掣肘，中收略承压。居民存款高增、提前还贷等现象受市场关注，且居民风险偏好仍处于较低水平，近期公布的银行代销基金市场保有量占比下降，理财、基金等代销手续费收入对营收的贡献或减小。我们预计 2023H1 国有行/股份行/城商行/农商行中收 yoy 分别为-1.7%/-0.1%/-1.4%/0.7%，上市行整体中收同比略下降（YoY-1.1%）。若下半年零售金融复苏、存款逐渐回流至财富管理类产品，中收或方可有所改善。

图4：银行代销基金保有规模的市占率环比下降

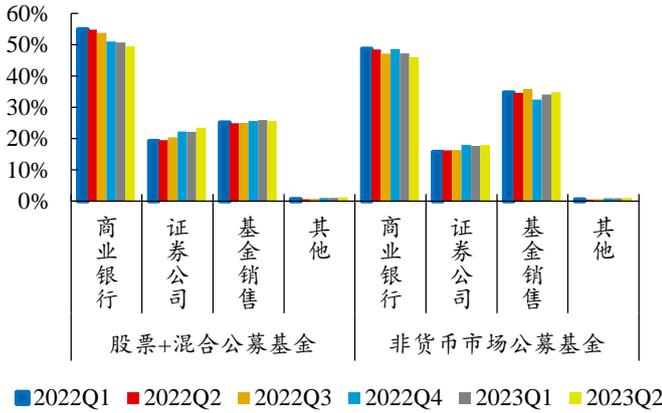
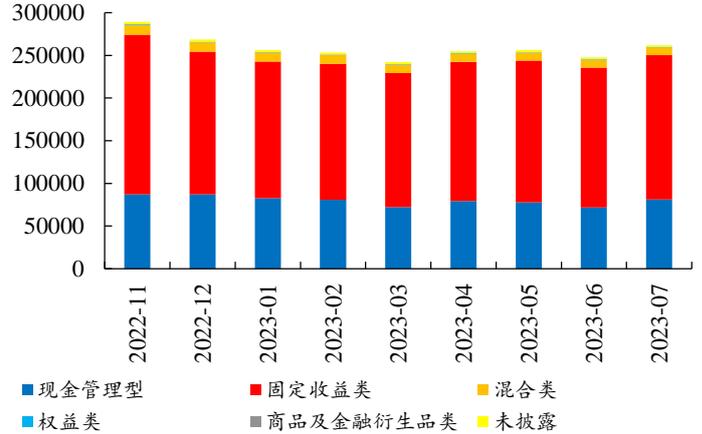


图5：2023Q2 理财产品存续规模边际回升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中各类型代销机构保有规模占比，其他项含保险公司、证券投资咨询机构）

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：图中 2023-07 截至 2023-07-19）

图6：银行逐渐发力低风险偏好的保险业务

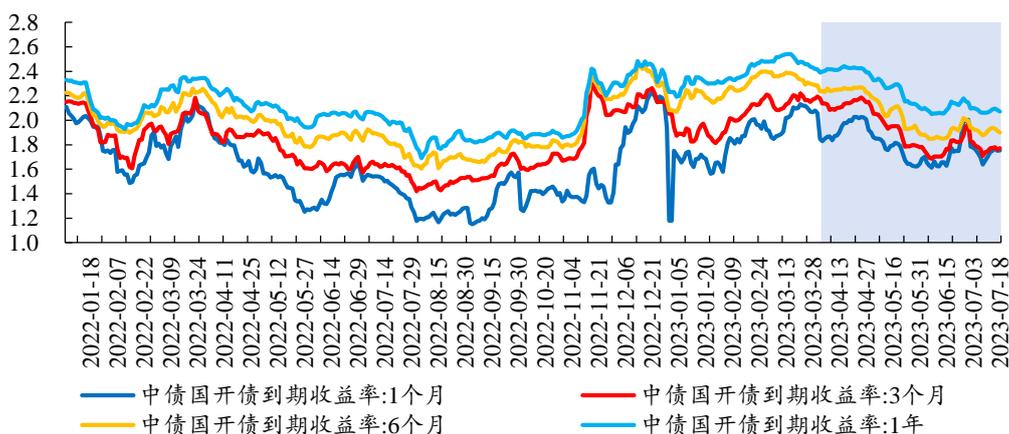
银行	保险业务收入（亿元）			代销保险规模（亿元）			代销保险手续费收入（亿元）				
	2021A	2022H	2022A	2021A	2022H	2022A	2023Q1	2021A	2022H	2022A	2023Q1
工商银行	-	-	-	1082	-	1144	-	-	-	-	-
建设银行	441	369	429	-	-	-	-	-	-	-	-
国有行	292	259	329	1152	809	-	-	-	-	-	-
农业银行	330	201	364	-	-	-	-	-	-	-	-
中国银行	165	135	181	2214	2366	2551	-	19	19	-	-
交通银行	738	452	977	771	371	724	-	82	90	124	51
股份行	-	-	-	140	63	-	-	9	5	8	-
招商银行	-	-	-	33	17	27	10	15	11	20	13
平安银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
城农商行	-	-	-	31	22	37	-	-	2	-	-
上海银行	-	-	-	4	11	13	-	-	-	-	-
南京银行	-	-	-	8	-	-	-	1	1	1	-
青岛银行	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-
厦门银行	-	-	-	9	11	13	-	1	1	1	-
渝农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

2.2.2、债市行情驱动，金市投资或有亮点

上半年债市行情驱动下，部分银行的投资收益或贡献较大。2023Q2 银行间流动性充裕，国开债到期收益率持续下行，为金融投资打开盈利空间，投资净收益对营收的贡献有望加大。但考虑到 2022 年投资收益的基数较高，我们预计上市行投资收益同比略有上行（YoY+5.9%）。其中，国有行 2022 年同期基数较低、城商行主动交易能力较强，这两类银行的投资收益增速预计较高。

图7：2023Q2 国开债收益率持续下行（%）



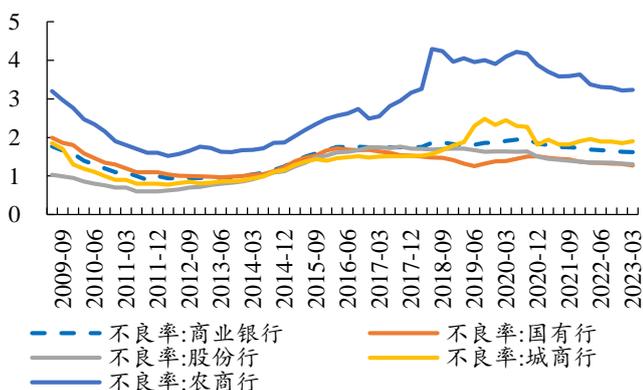
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、资产质量保持平稳，拨备拖累有望减小

3.1、资产质量延续改善，拨备空间充足

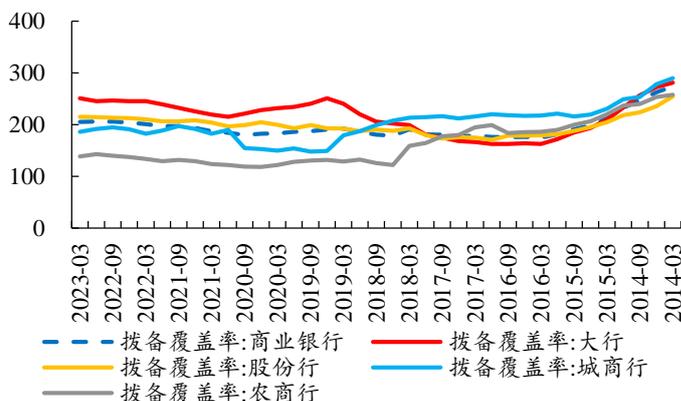
不良率、关注率或边际略降，拨备覆盖率保持稳定。随着疫情扰动减退，不良处置力度加大，上市银行不良率或仍有下降。2023Q1末，城、农商行不良率环比分别上行5BP、2BP，但国股行不良率环比均有下降。地产政策持续出台，小微、零售的信用情况有所改善，我们预计整体不良生成压力有所减轻，信用成本边际下降，拨备覆盖率保持稳定，拨备或对利润形成反哺。

图8：上市银行整体不良率下行（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：上市银行整体拨备覆盖率上行（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、重点领域担忧减退，小微和不良或改善

市场出现城投违约担忧情绪，实质城投风险敞口有限。据我们测算，2020、2021、2022年上市银行表内外城投敞口占总资产的比例分别为18%、19%、19%，其中大部分银行资产质量较为优质，城投风险基本可控。区域分布上，东部地区城投风险本身较小，且中小微客群众多，因此当地城农商行的资产选择余地较大，城投风险波及程度较低。叠加近年监管化解城投风险态度明确，风险传导至银行的影响有限。

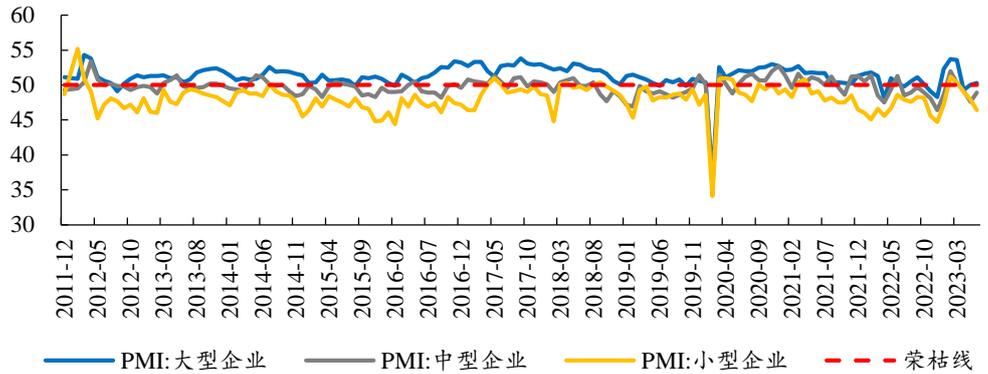
表3：上市银行近三年城投敞口基本可控（亿元）

近三年 银行	表内贷款			企业信用债（投向城投估算约60%）			信托及资管计划（投向城投估算约30%）			表外理财（含城投债、非标00投向城投估算）			城投敞口/总资产		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
工商	64395	72982	81816	616	556	663	201	228	183	7340	7009	5810	22%	23%	22%
建设	45925	53140	59495	388	262	326	-	-	-	4141	6429	5458	18%	20%	19%
农业	47750	54267	62131	1791	1397	1529	-	-	-	2921	676	427	19%	19%	19%
中国	42354	49121	56974	1301	1616	1499	18	36	54	3764	4636	4770	19%	21%	22%
交通	18419	20651	23248	902	1174	1282	330	290	214	2964	3751	3271	21%	22%	22%
邮储	10231	11812	13116	1186	1059	1249	152	173	163	2345	2480	2249	12%	12%	12%
招商	7932	8803	9319	846	717	666	413	305	259	6628	8140	8505	19%	19%	18%
兴业	7965	8747	10358	2497	2413	2745	2290	2229	1903	1859	4851	5664	19%	21%	22%
浦发	8098	9344	10126	866	739	970	1314	1442	1477	2691	2953	2657	16%	18%	17%
中信	9729	10658	11442	613	586	723	885	856	787	2924	3803	4274	19%	20%	20%
民生	8123	8892	9489	2438	2279	2433	-	-	-	2334	2745	2396	19%	20%	20%
平安	725	751	845	-	-	-	465	533	314	1757	2363	2403	7%	7%	7%
光大	6184	7103	7722	-	-	-	-	-	-	2266	2893	3212	16%	17%	17%
华夏	6377	6903	7029	-	-	-	-	-	-	1595	1653	1391	23%	23%	22%
浙商	2450	2662	3000	691	1016	921	226	294	252	783	664	571	20%	20%	18%
北京	4021	4333	4593	-	-	-	-	-	696	889	964	823	17%	17%	18%
上海	2550	3197	3331	-	-	-	471	239	155	949	1162	1078	16%	17%	16%
江苏	2461	2854	3411	-	-	-	521	386	266	953	1124	1188	17%	17%	16%
宁波	1711	2042	2205	-	-	-	683	707	413	704	900	1075	19%	18%	16%
南京	2259	2806	3319	-	508	742	-	-	-	672	784	929	19%	23%	24%
杭州	1587	2046	2569	-	-	-	203	157	221	751	860	975	22%	22%	23%
长沙	667	800	942	-	-	-	182	184	137	135	188	145	14%	15%	14%
成都	1095	1691	2278	-	-	-	34	28	0	143	171	179	19%	25%	27%
贵阳	470	543	645	83	76	-	323	324	293	238	227	183	19%	19%	17%
重庆	816	1037	1193	254	361	411	-	-	-	140	142	145	22%	25%	26%
郑州	509	825	1020	28	22	24	-	-	-	133	130	124	12%	17%	20%
青岛	483	491	563	170	143	200	-	-	-	336	455	544	22%	21%	25%
苏州	374	432	520	25	12	121	110	111	115	153	211	193	17%	17%	18%
齐鲁	412	650	812	-	-	-	-	-	-	163	186	151	16%	19%	19%
西安	368	338	405	-	-	-	-	-	-	98	148	77	15%	14%	12%
厦门	142	221	243	-	-	-	-	-	-	56	55	33	7%	8%	7%
兰州	276	346	400	-	-	-	33	32	31	58	102	143	10%	12%	13%
渝农	1628	1769	1657	373	367	303	30	50	37	372	326	353	21%	20%	17%
沪农	827	882	1022	-	-	-	-	-	-	369	460	501	11%	12%	12%
青农	410	403	428	-	-	-	50	53	48	95	100	95	14%	13%	13%
常熟	110	135	173	21	26	-	-	-	-	81	84	91	10%	10%	9%
无锡	270	319	333	79	72	-	-	-	-	46	52	50	22%	22%	18%
紫金	268	278	330	-	-	-	1	0	0	15	7	1	13%	14%	15%
苏农	73	88	109	-	-	-	5	5	3	68	55	50	10%	9%	9%
张家港	109	118	121	13	11	5	-	-	-	58	64	58	13%	12%	10%
瑞丰	17	21	53	-	-	-	-	-	-	21	35	39	3%	4%	6%
江阴	109	137	160	-	-	-	-	-	-	47	52	50	11%	12%	12%
国有行	229074	261974	296781	6183	6063	6548	701	727	614	23475	24982	21985	19%	20%	20%
股份行	57584	63863	69331	7951	7750	8458	5594	5658	4993	22835	30066	31073	17%	18%	18%
城商行	20202	24652	28448	559	1122	1497	2559	2170	2325	6571	7808	7985	17%	18%	18%
农商行	3822	4148	4386	486	475	307	86	107	88	1173	1236	1289	15%	14%	14%
上市行	310682	354637	398945	15181	15410	16811	8940	8662	8020	54054	64091	62332	18%	19%	19%

数据来源：Wind、中国理财网、各A股上市银行公告、开源证券研究所（注：城投测算所做假设基于中国理财网数据与各银行年报得出，与行业趋势保持一致。其中，表内债券：企业信用债中平台类企业占比约60%；表内非标：假设信托及资管计划约30%投向基建（水、电、交、租）；表外理财：假设产品配置非标比例大约7%-8%）

关注小微政策退出后的风险滞后性，主要影响公贷和经营贷。2022年末，小微企业、个体工商户受疫情反复冲击较大，经营性现金流显著承压，中小微企业贷款实施延期还本付息政策延长至2023年6月30日。前瞻指标来看，2023年6月大型/中型/小型企业的PMI分别为50.30%/48.90%/46.40%，中小型企业PMI已连续3个月低于荣枯线，总体复苏趋势仍不稳固，因此需关注小微贷款政策退出后，风险滞后暴露的可能，主要体现在对于公贷、经营贷的资产质量扰动。

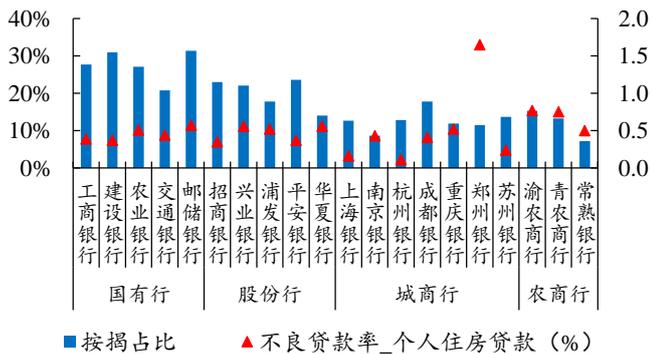
图10：中小型企业PMI连续3个月低于荣枯线



数据来源：Wind、开源证券研究所

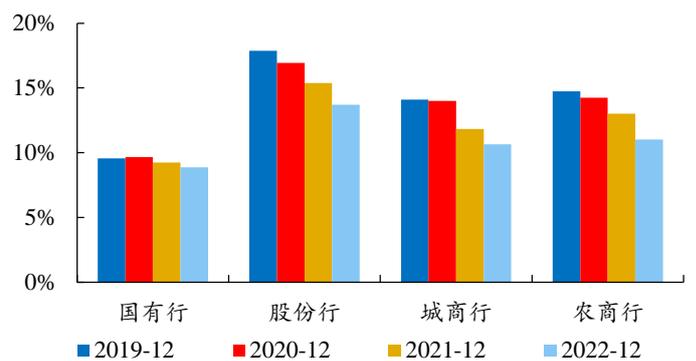
地产不良生成压力减小，对公和按揭资产质量均较为可控。2023年房地产市场整体企稳，叠加政策暖风频吹，主要矛盾仍在于出清存量风险，房地产风险边际缓释，涉房业务资产质量压力有望逐步缓释：(1)对公表内房地产：各行对于担险房地产敞口普遍有所压降，多项缓释风险的政策加持，我们认为上半年对公房地产资产质量拖累减小。(2)按揭：存款高增、提前还贷现象受市场关注，按揭虽需求较为疲弱，但资产质量相对稳定，存量和增量风险均较小。

图11：按揭贷款不良率大部分低于1%（2022）



数据来源：各银行年报、Wind、开源证券研究所（注：按揭贷款占比为占贷款总额的比例）

图12：各类型银行对公房地产贷款占比不断压降



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：对公房地产贷款占比为占贷款总额的比例）

零售需求弱复苏，但资产质量改善迹象已现。二季度宏观经济恢复不及预期，居民端就业、收入的恢复尚需时日。细项来看：(1)消费贷：近年受疫情扰动，消费贷需求较为疲弱，部分银行消费贷余额有所下降，我们认为存量不良资产相对较少；(2)信用卡：2022年末国股行的信用卡不良率整体较高，大多从2020年疫情扰动出现后开始上行，疫情影响的减退有望减少信用卡的不良生成。

表4：区域行消费贷不良率有分化（%）

类型	银行	2018-06	2018-12	2019-06	2019-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12
国有行	工商银行	-	-	-	2.30	1.98	2.00	1.59	1.65	1.54	1.7
	建设银行	1.07	1.10	1.45	1.39	0.85	0.98	0.94	0.98	0.85	0.89
	农业银行	0.96	0.81	1.03	1.04	1.61	2.04	1.54	1.33	1.12	1.25
	邮储银行	0.94	1.19	1.32	1.23	1.38	1.18	1.23	1.55	2.27	2.14
股份行	招商银行	1.04	1.13	1.13	1.18	1.44	1.47	1.16	1.02	1.05	-
	平安银行	0.77	1.00	1.13	1.34	1.84	1.13	1.03	1.01	1.02	1.31
城商行	南京银行	-	-	-	-	-	1.21	1.22	1.16	1.57	1.32
	上海银行	0.35	0.52	0.89	1.15	1.89	1.87	2.07	1.46	2.11	1.7
	杭州银行	-	0.22	-	0.46	0.72	0.61	0.56	0.48	0.66	1.07
	成都银行	-	18.62	19.43	20.05	21.10	9.03	5.00	3.89	3.43	3.04
	重庆银行	-	-	-	0.67	-	0.96	0.70	0.81	0.93	1.49
	郑州银行	1.30	2.38	3.05	4.47	2.43	8.19	6.69	4.99	3.23	2.88
	苏州银行	-	0.59	-	0.93	2.10	1.63	1.66	1.00	1.08	0.93
农商行	青农商行	-	0.99	1.24	0.88	0.78	0.95	1.36	1.57	1.69	1.7
	常熟银行	-	1.25	-	0.64	0.63	0.62	0.62	0.64	0.87	0.9

数据来源：Wind，各银行年报、开源证券研究所（注：“-”为未披露）

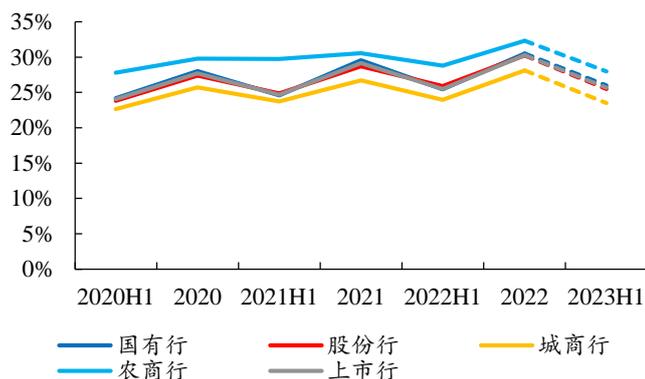
表5：信用卡不良率仍处在高位（%）

类型	银行	2018-06	2018-12	2019-06	2019-12	2020-06	2020-12	2021-06	2021-12	2022-06	2022-12
国有行	工商银行	-	-	-	-	2.65	1.89	1.81	1.90	2.24	1.83
	建设银行	1.09	0.98	1.21	1.03	1.17	1.40	1.28	1.33	1.44	1.46
	农业银行	1.96	1.66	1.43	1.57	1.81	1.55	1.10	-	1.24	1.23
	交通银行	1.84	1.52	2.49	2.38	2.90	2.27	2.24	2.20	2.66	1.95
	邮储银行	1.74	1.67	1.85	1.74	1.99	1.83	1.21	1.66	1.82	1.95
股份行	招商银行	1.14	1.11	1.30	1.35	1.85	1.66	1.58	1.65	1.67	1.77
	中信银行	0.98	1.85	1.74	1.74	2.50	2.38	2.44	1.83	1.92	2.06
	兴业银行	1.27	1.06	1.26	1.47	2.01	2.16	1.89	2.29	2.29	4.01
	浦发银行	1.58	1.81	2.38	2.30	3.31	2.52	1.96	1.98	2.03	1.82
	民生银行	-	-	-	2.48	3.23	3.28	2.84	2.95	2.95	2.67
	平安银行	1.19	1.32	1.37	1.66	2.35	2.16	2.05	2.11	2.15	2.68
城商行	上海银行	1.72	1.30	1.64	1.63	1.84	1.74	1.72	1.65	1.94	1.83
	南京银行	-	-	-	-	-	2.14	1.72	1.80	2.33	3.15
	成都银行	-	-	0.59	0.28	0.40	0.43	0.49	0.46	0.41	0.43
	重庆银行	-	-	-	-	-	1.02	0.83	0.79	0.98	1.51
	郑州银行	0.71	0.91	1.55	1.55	1.39	2.09	2.03	2.06	2.02	2.09
农商行	常熟银行	-	0.92	-	0.95	1.01	0.85	0.80	0.64	0.57	0.62

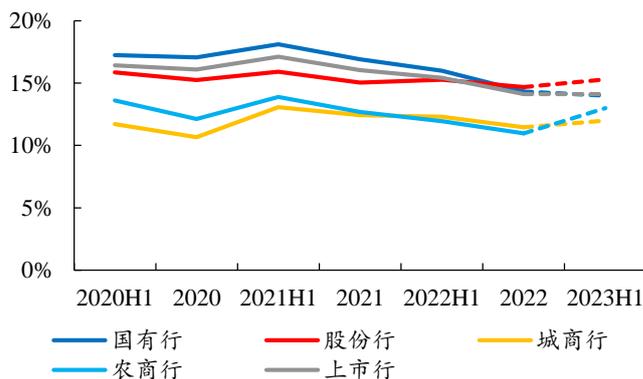
数据来源：Wind，各银行年报、开源证券研究所（注：“-”为未披露）

3.3、费用和所得税变化较小，影响有限

因人员变动、节税资产变动较小，业务及管理费、实际税率同比或持平。我们假设 2023H1 国有行/股份行/城商行/农商行成本收入比分别为 26.0%/25.5%/23.5%/28.0%，上市行整体为 25.7%；实际税率分别为 14.0%/15.3%/12.0%/13.0%，上市行整体为 14.1%。

图13：上市行成本收入比预计同比保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：上市行实际税率预计同比保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议：基本面逻辑重回视野，聚焦绩优高景气

重视绩优银行投资机会，基本面转好或成为银行价值重估的有力支撑。上半年部分行情主要受“中特估”概念下的资金驱动，但实质也受到银行基本面转好的预期支撑。2023年初以来对公信贷高增，国股行存款利率多次下调，息差缩窄幅度有望减小，银行业绩景气度有望提升。我们看好优质区域、经营能力强的中小城农商行：（1）关注成长性强、区域优势大的城农商行，如**江苏银行、宁波银行、苏州银行、常熟银行**等；（2）重视优质股份行的修复机会，地产风险持续出清、零售金融复苏带来的业绩转好，受益标的如**招商银行、平安银行**。（3）高股息策略具备性价比，叠加“中特估”有望驱动国企背景的银行提升经营效率、推动业绩增长，估值与内在价值的偏离度有望缩窄，受益标的主要有**工商银行、农业银行、邮储银行、中信银行**等。

重点覆盖标的：苏州银行。我们认为其具备以下优势：（1）净利润延续高增：厚植姑苏，资产获取能力强，不良包袱基本出清，“量”“质”双支撑，2023Q1净利润维持20%以上的高增速；（2）非息收入优势明显：中收为非息收入主引擎，2023Q1占营收比重为上市城商行第一；（3）尽享地区发展红利，转型成效显著：较早开展事业部制改革，贷款市占率持续提升；零售属性增强，有助于贡献综合收益。综上，我们认为苏州银行已进入高质量发展期，估值修复潜力较大。

表6：受益标的盈利预测

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)				评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600919.SH	江苏银行	1089	7.02	1.72	2.01	2.44	2.89	4.24	3.49	2.88	2.43	未评级
002142.SZ	宁波银行	1631	24.70	3.49	4.09	4.89	5.85	9.29	6.04	5.05	4.22	未评级
002966.SZ	苏州银行	248	6.76	1.07	1.18	1.27	1.37	6.33	5.75	5.30	4.94	买入
601128.SH	常熟银行	187	6.81	1.00	1.21	1.46	1.75	7.54	5.61	4.67	3.90	未评级
600036.SH	招商银行	7971	31.80	5.47	6.14	6.97	7.91	6.81	5.18	4.56	4.02	未评级
000001.SZ	平安银行	2201	11.34	2.35	2.72	3.22	3.81	5.61	4.17	3.52	2.98	未评级
601398.SH	工商银行	15253	4.58	1.01	1.04	1.09	1.16	4.29	4.42	4.18	3.95	未评级
601288.SH	农业银行	11637	3.41	0.74	0.77	0.83	0.88	3.93	4.41	4.13	3.87	未评级
601658.SH	邮储银行	4584	4.75	0.92	0.95	1.06	1.19	5.01	5.02	4.47	4.00	未评级
601998.SH	中信银行	2416	5.63	1.27	1.31	1.47	1.66	3.92	4.29	3.82	3.38	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用Wind一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于2023-07-21收盘价）

5、风险提示

经济复苏不及预期；监管环境趋严；银行转型进度不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn